

大金融

报告日期：2023年07月30日

大金融：全面翻多

——行业策略更新报告

投资要点

□ **引言：**7月24日政治局会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，并在稳增长、化风险等方面做出政策指引。

□ **核心观点：看多大金融板块，板块顺序券商>银行>保险。**预计后续政策组合为：
①活跃资本市场，利好券商；②保持货币宽松，利好券商+银行；③加速风险化解，利好银行+保险；④稳定经济增长，分两种情形，如果是托而不举，则利好银行；如果是显著改善，则利好银行+保险。

□ **券商：活跃度+流动性=买券商**

(1) **核心逻辑：①活跃度上升：**“活跃资本市场”政策信号明确释放，7月25日券商板块上涨5.29%，上证综指上涨2.13%，这一表态对提振市场信心的作用明显。展望未来，更多能够提高活跃度的政策值得期待，我们认为政策有可能的实施路径包括①投资端：有降低投资者交易成本、引导中长期资金入市等方式。近两年来已经有降低交易成本的政策落地，如中证登2022年4月将股票交易过户费总体下调50%，北交所2022年12月将股票交易经手费下调50%；增加长期资金方面有提高社保基金、保险基金等机构的权益投资比例、建立长期的投资考核机制等措施。②融资端：2023年2月，全面注册制改革正式启动；7月19日，国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，提出“完善民营经济融资支持政策”，后续仍有可能在对科技型企业、民营企业融资的支持方面推出相关政策。②**流动性改善：**根据浙商证券宏观团队预测，三季度可能全面降准，四季度可能降息，增量资金进入市场有望催化券商板块行情。③**业绩仍修复：**2023是券商业绩修复的一年，预计23H1上市券商净利润增长20%。

(2) **估值位置：当前券商板块PB估值1.3倍，处于十年18%分位数。**当前PE估值21倍，处于十年37%分位数。根据历史经验，ROE 6%左右PB即可修复到1.8倍，PE可修复至30倍以上。2023年行业ROE有望回升至6%，且后续政策力度值得期待，综合来看券商估值修复空间仍有40%左右。

(3) **个股推荐：①低估值龙头央企：**推荐中信证券、华泰证券、中金公司H，建议关注招商证券。②**23年业绩增速高且未来有增长发力点的券商：**推荐东方证券，建议关注东吴证券。③**经纪业务弹性较大的券商：**推荐东方财富，建议关注国信证券、招商证券。

□ **银行：稳增长+化风险=买银行**

(1) **核心逻辑：①稳增长力度加大，经济修复预期增强。**政治局会议提出“加大宏观调控力度”、“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，预计下半年降息降准仍有空间，经济修复预期增强。②**地产城投迎利好，风险化解政策待发。**地产方面，会议要求“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。城投方面，要求“制定实施一揽子化债方案”。我们预计后续地产优化政策、地方政府化债政策将加速推进，有利于缓解市场对于银行股资产质量的担忧，风险评价有望大幅改善。

(2) **估值位置：当前银行板块PB估值为0.49x，处于十年4%分位数。**国有行、股份行、城商行、农商行PB分别为0.47x、0.48x、0.52x、0.53x，处于近十年13%、3%、2%、4%分位数。若PE估值回到过去十年中位数，对应PB估值0.65x，仅修复至过去十年20%分位数，银行估值修复空间仍有32%左右。

(3) **个股推荐：稳增长+化风险=买银行，银行股有望迎来一轮普涨行情。**高成长银行受益于风险评价改善；高股息银行继续受益于无风险利率下降。①**高成长选股思路：**优选经济发达地区的优质银行，或估值低、基本面反转的银行，重点推荐浙商银行、成都银行、杭州银行、常熟银行。②**高股息选股思路：**兴业银行、交通银行、邮储银行、农业银行等。

行业评级：看好(维持)

分析师：梁凤洁
执业证书号：S1230520100001
021-80108037
liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：邱冠华
执业证书号：S1230520010003
02180105900
qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师：洪希柠
执业证书号：S1230523070001
hongxing@stocke.com.cn

研究助理：胡强
huqiang@stocke.com.cn

研究助理：周源
zhouyuan01@stocke.com.cn

相关报告

- 《费率改革正式启动，利好行业长期发展》 2023.07.09
- 《稳增长+化风险=买银行》 2023.07.24
- 《净利润增速边际回落，寿险NBV加速快增》 2023.07.22

□ 保险：股市好+顺周期=买保险

(1) 核心逻辑：①**股市上行、地产风险缓释：**今年二季度股市承压，影响险企投资收益，预计随着资本市场相关政策的推出实施，将促进股市回暖上行；地产方面，前期受房企债务违约、需求乏力等影响，市场对险企的地产风险持续担忧，随着后续举措落地，险企在地产方面的风险敞口得到缓释，利好险企资产端。②**经济复苏、利率回升、保费快增：**随着稳增长政策的逐步推出，经济复苏预期增强，长端利率有望底部回升，且保险负债端受益于经济向好，保险销售将持续回暖改善，有望形成资产负债共振，驱动行情。

(2) 估值位置：板块估值当前仍处低位，PEV 估值 0.66 倍，处于近 5 年 36%分位、近 10 年 18%分位。①**股市向好、地产风险缓释：**参考 2014 年上半年，彼时保险基本面触底反弹，保费小幅回暖，长端利率下行，股市经历底部盘整后，预期向好，按照当时的平均估值水平，看到 0.79 倍，对应上涨空间约 20%。②**经济复苏、利率上升、保费快增，**预计驱动估值到近 10 年均值水平，达 0.95 倍，对应上涨空间约 40%。

(3) 个股推荐：①**资产端高弹性的个股：**推荐中国人寿，建议关注新华保险。②**负债端 NBV 高增或边际改善更大的个股：**推荐中国平安、中国太保。

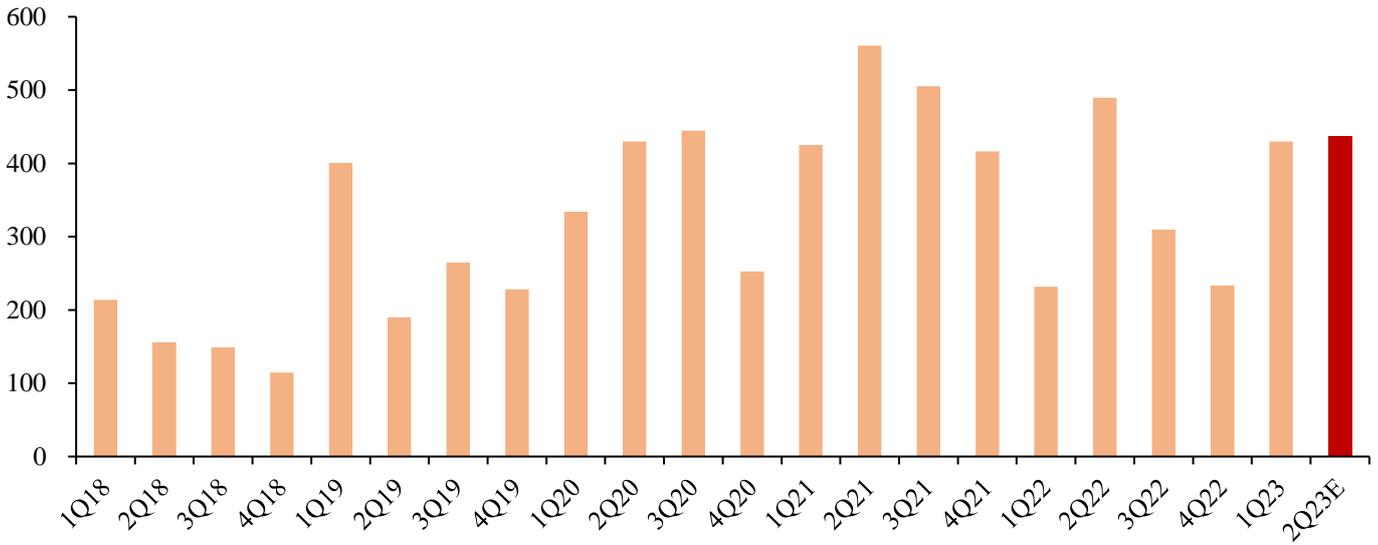
□ 风险提示：市场交投活跃度大幅回落、市场改革进度不及预期；宏观经济失速、不良大幅暴露；地产风险扩大、长端利率下行、保单销售低迷。

表1: 23H1 券商、银行、保险重点个股业绩前瞻

券商板块	23Q1 营收增速	23H1 营收增速预测	23Q1 利润增速	23H1 利润增速预测
中信证券	1%	-5%~5%	4%	0%~10%
华泰证券	24%	5%~15%	46%	5%~15%
中金公司	22%	-5%~5%	36%	0%~10%
东方证券	42%	5%~15%	526%	190%~200%
广发证券	36%	0%~10%	66%	0%~10%
银行板块	23Q1 营收增速	23H1 营收增速预测	23Q1 利润增速	23H1 利润增速预测
邮储银行	3.5%	1~3%	5.2%	4%~6%
中国银行	11.6%	7%~9%	0.5%	0%~2%
工商银行	-1.1%	-2%~0%	0.0%	~0%
建设银行	1.0%	0%~1%	0.3%	0%~1%
农业银行	2.2%	-1%~0%	1.8%	1%~3%
交通银行	5.5%	4~6%	5.6%	5%~7%
招商银行	-1.5%	-1%~0%	7.8%	5%~10%
平安银行	-2.4%	-3%~-2%	13.6%	10%~15%
中信银行	-4.9%	-3%~-2%	10.3%	10%~15%
兴业银行	-6.7%	-6%~-4%	-8.9%	-8%~-6%
浙商银行	2.5%	~4%	9.9%	~10%
成都银行	9.7%	~10%	17.5%	16%~20%
长沙银行	12.9%	10%~13%	8.7%	10%~15%
苏州银行	5.3%	~5%	20.8%	~20%
江苏银行	10.3%	~10%	24.8%	25%~30%
杭州银行	7.5%	5%~8%	28.1%	22%~25%
南京银行	5.5%	2%~3%	8.2%	~5%
宁波银行	8.5%	8%~12%	15.3%	15%~20%
常熟银行	13.3%	10%~13%	20.6%	20%~22%
苏农银行	1.4%	1%~2%	16.0%	16%~17%
张家港行	-0.6%	-1%~1%	17.4%	17%~18%
保险板块	23Q1 NBV 增速	23H1 NBV 增速预测	23Q1 利润增速	23H1 利润增速预测
中国人寿	7.7%	18.0%	18.0%	4.5%
中国平安	8.8%	28.5%	48.9%	10.9%
中国太保	16.6%	33.1%	27.4%	3.5%

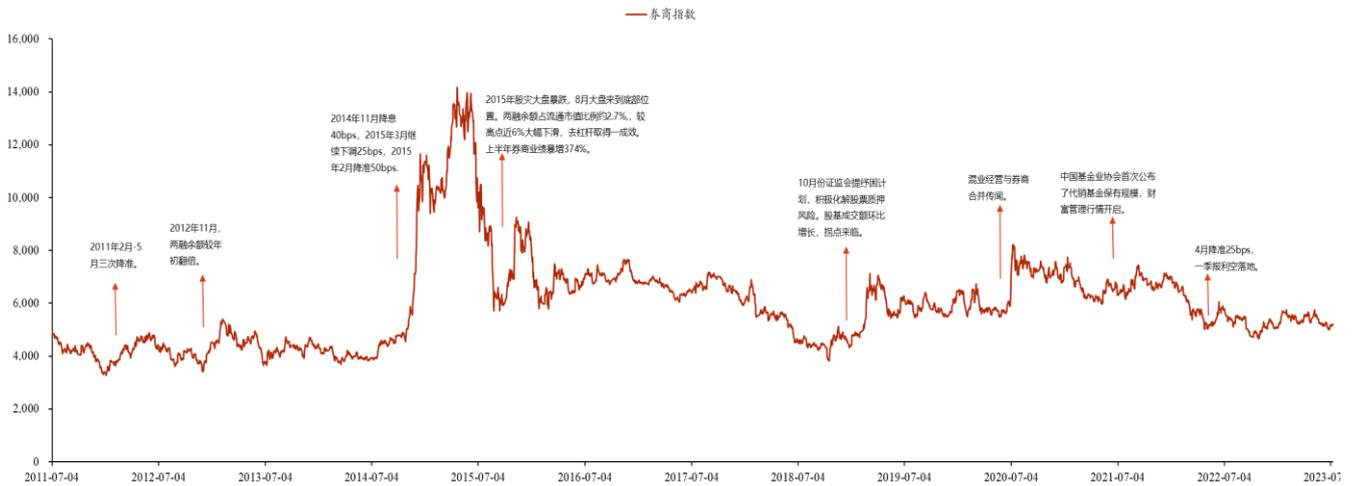
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图1: 上市券商单季度净利润(亿元): 22Q3、22Q4 单季利润基数较低, 23H2 业绩将继续修复



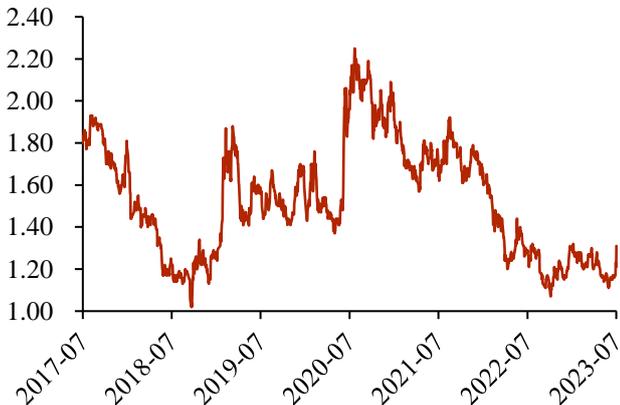
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图2: 行情启动的催化剂复盘: 历史上券商行情启动的催化剂均与流动性、活跃度有关



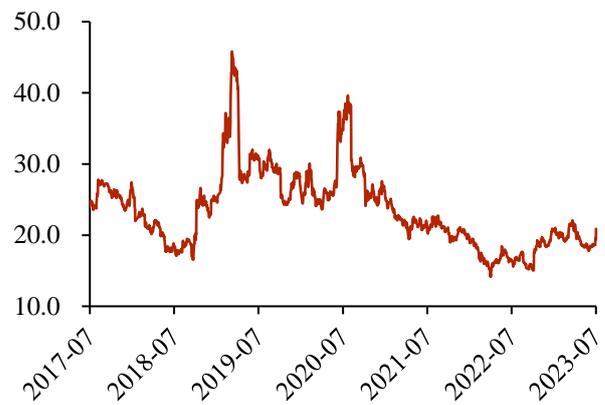
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图3: 证券板块 PB 估值: PB (lf) 处于十年 18%分位数



资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 取证券(申万)指数 801193.SI。

图4: 证券板块 PE 估值: PE (TTM) 处于十年 37%分位数



资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 取证券(申万)指数 801193.SI。

表2: 上市券商估值、业绩: 部分央企国企估值与业绩之间差异较大

股票代码	公司名称	PB 估值	PE 估值	PB 十年分位数 (%)	PE 十年分位数 (%)	5 年平均 ROE (%)	23Q1 归母净利润增速 (%)	公司属性
300059.SZ	东方财富	3.86	30.59	6.33	6.63	14.04	-7	民营企业
601066.SH	中信建投	2.93	24.75	30.62	46.90	12.45	58	地方国有企业
3908.HK	中金公司	0.69	9.17	4.84	22.37	11.10	36	中央国有企业
002945.SZ	华林证券	5.94	100.10	34.43	80.87	9.44	-58	民营企业
002736.SZ	国信证券	1.22	13.21	12.55	30.98	9.19	130	地方国有企业
600999.SH	招商证券	1.29	14.73	16.89	28.49	9.00	52	中央国有企业
600030.SH	中信证券	1.43	16.31	34.78	30.24	8.63	4	中央国有企业
601881.SH	中国银河	1.64	17.34	66.53	39.00	8.48	44	中央国有企业
000776.SZ	广发证券	1.10	13.93	6.37	33.11	8.41	66	公众企业
601136.SH	首创证券	3.94	75.10	85.42	100.00	7.98	111	地方国有企业
601211.SH	国泰君安	1.00	11.61	15.70	35.37	7.93	21	地方国有企业
601108.SH	财通证券	1.17	20.61	21.48	52.11	7.90	215	地方国有企业
601688.SH	华泰证券	1.03	12.69	14.71	27.81	7.84	46	地方国有企业
601878.SH	浙商证券	1.63	23.02	12.62	23.75	7.69	51	地方国有企业
600909.SH	华安证券	1.28	17.50	22.35	17.96	7.30	242	地方国有企业
000166.SZ	申万宏源	1.31	34.18	22.11	94.20	7.17	88	中央国有企业
601377.SH	兴业证券	1.12	18.01	18.43	35.02	6.90	430	地方国有企业
600109.SH	国金证券	1.13	21.39	15.00	36.24	6.89	380	民营企业
600837.SH	海通证券	0.82	18.01	13.43	51.68	6.44	62	公众企业
002939.SZ	长城证券	1.29	24.89	15.32	37.40	6.38	676	中央国有企业
002926.SZ	华西证券	1.04	23.99	25.90	62.95	6.20	337	地方国有企业
601059.SH	信达证券	3.19	41.48	65.29	62.81	6.03	30	中央国有企业
601696.SH	中银证券	1.89	38.44	19.47	33.05	5.97	5	公众企业
601236.SH	红塔证券	1.67	38.94	15.40	24.01	5.93	131	中央国有企业
000783.SZ	长江证券	1.21	16.40	20.50	13.89	5.66	1,522	公众企业
600918.SH	中泰证券	1.45	34.64	35.18	74.09	5.63	424	地方国有企业
601198.SH	东兴证券	1.10	41.04	14.92	89.18	5.62	628	中央国有企业
000686.SZ	东北证券	1.04	21.82	18.82	44.54	5.50	244	公众企业
601555.SH	东吴证券	1.19	20.74	29.56	32.87	5.29	413	地方国有企业
601456.SH	国联证券	1.65	36.33	10.19	29.06	5.12	10	地方国有企业
601990.SH	南京证券	1.96	43.76	24.98	28.76	5.12	73	地方国有企业
600958.SH	东方证券	1.26	21.83	30.09	30.09	5.00	526	地方国有企业
600906.SH	财达证券	2.28	60.52	26.20	83.95	4.66	163	地方国有企业
000728.SZ	国元证券	0.95	16.78	14.42	14.54	4.59	533	地方国有企业
002797.SZ	第一创业	1.80	56.00	17.61	43.25	4.51	96	公众企业
002500.SZ	山西证券	1.36	30.94	17.38	15.86	3.80	285	地方国有企业
601788.SH	光大证券	1.55	24.88	68.41	50.37	3.57	44	中央国有企业
002673.SZ	西部证券	1.18	39.84	13.31	36.32	3.54	2,227	地方国有企业
600369.SH	西南证券	1.14	43.18	17.26	64.30	3.39	276	地方国有企业
601901.SH	方正证券	1.36	26.61	18.98	19.31	3.36	17	公众企业
000750.SZ	国海证券	1.19	52.60	21.04	64.95	2.73	333	地方国有企业
601375.SH	中原证券	1.47	127.31	19.61	81.66	1.35	282	地方国有企业
601162.SH	天风证券	1.31	NA	33.62	NA	0.85	749	地方国有企业
601099.SH	太平洋	2.65	NA	65.49	NA	-3.73	1,503	公众企业

资料来源: wind, 浙商证券研究所 注: 公司属性根据 wind 分类。

表3: 上市券商经纪业务净收入占比: 占比越高的公司在交投活跃度大幅上行时经纪业务弹性越大

股票代码	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	5 年均值
601901.SH	方正证券	39%	42%	55%	55%	46%	47%
300059.SZ	东方财富	38%	46%	42%	41%	43%	42%
601099.SH	太平洋	76%	19%	42%	31%	33%	40%
000783.SZ	长江证券	36%	28%	39%	46%	50%	40%
002926.SZ	华西证券	30%	25%	36%	43%	52%	37%
600906.SH	财达证券	30%	30%	36%	30%	36%	32%
600918.SH	中泰证券	28%	25%	35%	33%	39%	32%
002736.SZ	国信证券	32%	29%	34%	30%	32%	32%
002945.SZ	华林证券	18%	25%	30%	43%	38%	31%
600909.SH	华安证券	32%	22%	30%	35%	33%	30%
601059.SH	信达证券	36%	30%	28%	28%	27%	30%
600999.SH	招商证券	28%	21%	28%	27%	34%	27%
600109.SH	国金证券	26%	26%	27%	27%	29%	27%
601696.SH	中银证券	19%	21%	30%	35%	32%	27%
601990.SH	南京证券	30%	27%	28%	26%	24%	27%
601788.SH	光大证券	29%	25%	23%	26%	31%	27%
601162.SH	天风证券	17%	15%	18%	24%	59%	27%
601881.SH	中国银河	35%	27%	29%	23%	19%	27%
601375.SH	中原证券	26%	22%	25%	19%	34%	25%
600369.SH	西南证券	18%	17%	24%	27%	38%	25%
601456.SH	国联证券	30%	22%	28%	21%	21%	24%
000776.SZ	广发证券	23%	18%	23%	23%	25%	22%
601211.SH	国泰君安	19%	19%	24%	22%	22%	21%
601066.SH	中信建投	21%	21%	21%	21%	22%	21%
000728.SZ	国元证券	22%	21%	22%	19%	19%	21%
601108.SH	财通证券	21%	16%	18%	21%	25%	20%
601688.SH	华泰证券	21%	17%	21%	21%	22%	20%
601555.SH	东吴证券	19%	20%	21%	23%	17%	20%
000750.SZ	国海证券	25%	15%	18%	19%	24%	20%
000166.SZ	申万宏源	21%	15%	19%	19%	25%	20%
601995.SH	中金公司	20%	19%	19%	20%	20%	20%
002673.SZ	西部证券	22%	18%	20%	18%	18%	19%
002939.SZ	长城证券	19%	17%	15%	16%	29%	19%
601198.SH	东兴证券	18%	17%	17%	19%	22%	19%
600030.SH	中信证券	20%	17%	21%	18%	17%	19%
601377.SH	兴业证券	21%	11%	16%	19%	26%	18%
000686.SZ	东北证券	10%	9%	15%	18%	22%	15%
601878.SH	浙商证券	19%	16%	14%	13%	11%	14%
600837.SH	海通证券	13%	10%	14%	14%	18%	14%
002797.SZ	第一创业	13%	11%	13%	15%	15%	13%
601136.SH	首创证券	17%	12%	13%	11%	14%	13%
600958.SH	东方证券	13%	8%	11%	15%	16%	13%
002500.SZ	山西证券	6%	7%	16%	14%	11%	11%
601236.SH	红塔证券	11%	8%	4%	4%	25%	10%

资料来源: wind, 浙商证券研究所 注: 东方财富经纪业务净收入占比用手续费及佣金净收入占比代替。

表4: 券商行情复盘: 历次行情中估值修复程度均与 ROE 水平、政策力度高度相关

时间	ROE 水平	估值修复情况	相关政策
2006-2007	2007 年 ROE 约 40%。	PB 从 2.7 倍提升至 7.2 倍, 最高达到 17.7 倍; PE 长期保持在 100 倍以上。	2005 年开启股权分置改革, 消除非流通股和流通股流通制度上差异, 实现股东利益一致。
2008-2009	2008-2009 年 ROE 在 10%-20% 左右。	PB 从 2.3 倍提升至 5.2 倍; PE 从 13 倍提升至 41 倍。	2008 年证监会公布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(征求意见稿)》, 2009 年创业板开板。
2012-2013	2012-2013 年 ROE 在 4%-6% 左右。	PB 从 1.5 倍提升至 2.1 倍; PE 从 18 倍提升至 38 倍。	2012 年召开创新大会推动融资融券业务发展。
2014-2015	2014-2015 年 ROE 在 10%-20% 左右。	PB 从 1.9 倍提升至 4.7 倍, 最高点超过 5 倍; PE 从 27 倍提升至 49 倍, 最高点达 56 倍。	2014 年 5 月国务院发布新国九条促进资本市场发展, 年底开通沪港通。
2018-2019	2018-2019 年 ROE 在 3%-6% 左右。	PB 从 1.1 倍提升至 1.8 倍; PE 从 19 倍提升至 39 倍。	2018 年 11 月习主席宣布将设立科创板并试点注册制, 2018 年 10 月起监管多次推出政策化解股票质押风险。
2020	2020 年 ROE 约 7%。	PB 从 1.4 倍提升至 2.1 倍; PE 从 25 倍提升至 36 倍。	2020 年创业板开启注册制。同时, 业内还有银行、证券混业经营预期以及头部券商合并预期。

资料来源: wind, 国务院, 证券业协会, 证监会, 浙商证券研究所。

图5: 银行板块 PB 估值: PB (lf) 处于十年 4%分位数



资料来源: wind, 浙商证券研究所 注: 取银行(申万)指数 801780.SI。

图6: 银行板块 PE 估值: PE (TTM) 处于十年 13%分位数



资料来源: wind, 浙商证券研究所 注: 取银行(申万)指数 801780.SI。

表5: 上市银行 PB、PE 估值: 兴业、平安、招行、南京、宁波、常熟、苏农当前估值处于历史低位

银行	类型	PB (lf)	PE (TTM)	PB-5Y 分位	PE-5Y 分位	PB-10Y 分位	PE-10Y 分位
交通银行	国有行	0.51	4.59	60	41	30	26
工商银行	国有行	0.55	4.74	19	19	10	17
中国银行	国有行	0.56	5.06	53	43	26	31
建设银行	国有行	0.57	4.75	17	16	9	17
农业银行	国有行	0.57	4.86	42	40	21	29
邮储银行	国有行	0.72	5.99	27	27		
民生银行	股份行	0.34	4.92	26	41	13	25
华夏银行	股份行	0.35	3.63	23	24	12	12
浦发银行	股份行	0.37	4.62	16	37	8	29
光大银行	股份行	0.43	4.02	18	21	9	11
浙商银行	股份行	0.50	5.31	22	31		
兴业银行	股份行	0.52	3.85	5	7	3	3
中信银行	股份行	0.54	4.64	43	36	21	18
平安银行	股份行	0.64	5.03	6	5	3	2
招商银行	股份行	1.08	6.29	11	9	17	19
贵阳银行	城商行	0.39	3.33	5	9	3	7
北京银行	城商行	0.42	3.96	21	16	10	8
上海银行	城商行	0.43	3.88	11	18	8	13
郑州银行	城商行	0.50	8.67	20	73		
西安银行	城商行	0.59	7.01	27	40		
长沙银行	城商行	0.60	4.69	19	18		
齐鲁银行	城商行	0.64	5.05	15	8		
重庆银行	城商行	0.65	5.88	51	45		
江苏银行	城商行	0.66	4.14	30	5	22	4
厦门银行	城商行	0.66	5.55	11	5		
青岛银行	城商行	0.68	6.19	19	8		
兰州银行	城商行	0.68	9.68	22	13		
南京银行	城商行	0.71	4.69	4	2	2	1
苏州银行	城商行	0.73	6.26	24	5		
杭州银行	城商行	0.88	5.70	28	3	22	2
成都银行	城商行	0.95	5.07	28	12	25	11
宁波银行	城商行	1.20	7.83	8	8	18	20
渝农商行	农商行	0.41	4.16	26	24		
青农商行	农商行	0.53	6.92	12	40		
沪农商行	农商行	0.55	4.97	24	12		
苏农银行	农商行	0.57	5.24	4	2	3	2
江阴银行	农商行	0.61	5.14	4	3	3	2
紫金银行	农商行	0.63	6.55	18	21		
瑞丰银行	农商行	0.70	6.68	22	14		
无锡银行	农商行	0.70	5.63	9	9	6	7
张家港行	农商行	0.74	5.60	5	4	4	3
常熟银行	农商行	0.88	6.74	4	3	3	2
银行板块		0.49	4.91	8	11	4	13
国有行		0.47	4.86	27	38	13	31
股份行		0.48	4.86	6	9	3	11
城商行		0.52	4.99	4	4	2	10
农商行		0.53	5.34	5	6	4	4

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 颜色越红代表估值越低, 分位数的单位为%。

表6: 机构持仓、ROE、股息率与估值: 大行、兴业、江苏、渝农股息率高, 招行、平安、成都、宁波、常熟机构持仓多

银行名称	内资	外资	合计	ROE (22A)	股息率 (23E)	PB (23E)
建设银行	3.9%	7.6%	11.5%	12.3%	6.67%	0.52
邮储银行	4.0%	8.2%	12.2%	11.9%	5.35%	0.66
工商银行	1.8%	6.9%	8.7%	11.4%	6.56%	0.50
农业银行	0.9%	5.0%	5.9%	11.3%	6.48%	0.53
中国银行	1.0%	7.7%	8.8%	10.8%	6.23%	0.52
交通银行	0.5%	4.8%	5.3%	10.4%	6.78%	0.47
招商银行	2.7%	12.3%	15.0%	17.1%	5.65%	0.95
兴业银行	0.2%	4.3%	4.5%	13.9%	7.20%	0.47
平安银行	1.3%	13.3%	14.6%	12.4%	2.66%	0.58
中信银行	0.3%	5.2%	5.5%	10.8%	5.91%	0.50
光大银行	0.5%	5.5%	6.0%	10.3%	6.63%	0.39
浙商银行	0.4%	2.2%	2.6%	9.0%	5.83%	0.46
华夏银行	0.1%	8.9%	8.9%	9.0%	7.11%	0.33
浦发银行	0.0%	4.4%	4.5%	8.0%	4.27%	0.35
民生银行	0.0%	2.6%	2.7%	6.3%	5.67%	0.31
成都银行	17.6%	8.9%	26.6%	19.5%	6.84%	0.81
宁波银行	10.6%	10.7%	21.3%	15.6%	2.15%	1.06
南京银行	1.7%	4.0%	5.7%	15.5%	6.61%	0.63
江苏银行	4.8%	6.1%	10.9%	14.8%	8.05%	0.57
杭州银行	8.1%	4.3%	12.4%	14.1%	3.77%	0.77
长沙银行	6.0%	4.3%	10.3%	12.6%	5.41%	0.54
苏州银行	0.6%	2.3%	2.9%	11.5%	5.52%	0.65
贵阳银行	0.0%	4.9%	4.9%	11.3%	5.39%	0.36
上海银行	0.0%	5.1%	5.1%	11.0%	6.85%	0.39
重庆银行	0.0%	2.7%	2.7%	10.2%	4.82%	0.59
北京银行	0.1%	5.9%	6.0%	9.6%	7.08%	0.39
青岛银行	0.0%	1.2%	1.2%	9.0%	4.69%	0.65
西安银行	0.1%	1.4%	1.5%	8.6%	4.49%	0.54
郑州银行	0.0%	0.9%	0.9%	3.5%	0.00%	0.43
常熟银行	10.2%	3.1%	13.3%	13.1%	4.41%	0.79
无锡银行	0.0%	0.5%	0.5%	13.0%	4.03%	0.63
张家港行	0.0%	2.9%	2.9%	12.2%	5.51%	0.67
江阴银行	0.0%	2.9%	2.9%	11.9%	5.29%	0.54
沪农商行	0.2%	2.5%	2.7%	11.2%	6.66%	0.53
苏农银行	0.0%	0.7%	0.7%	10.9%	4.41%	0.52
瑞丰银行	1.8%	0.4%	2.1%	10.8%	2.97%	0.51
渝农商行	0.0%	5.5%	5.5%	9.8%	7.50%	0.39
紫金银行	0.0%	0.6%	0.6%	9.6%	3.62%	0.59
青农商行	0.0%	0.9%	0.9%	9.4%	0.00%	0.49
上市行	1.3%	5.4%	6.7%	11.2%	6.11%	0.53
国有行	0.6%	2.5%	3.1%	11.3%	6.43%	0.52
股份制	0.2%	1.8%	2.0%	10.7%	5.62%	0.52
城商行	0.5%	0.9%	1.3%	11.5%	5.24%	0.59
农商行	0.1%	0.2%	0.3%	11.2%	5.36%	0.51

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注1: 内资持仓=主动型公募基金重仓持股数/自由流通股, 外资持仓=北上资金持股数/自由流通股, 统计时间截至23Q2末。注2: 颜色越红代表持仓比例越高、ROE (22A) 越高、股息率 (23E) 越高、PB (23E) 越低。

图 7: 保险板块 PEV 估值: PEV 处于十年 18%分位数



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

表 7: 主要上市险企权益资产及非标资产占比情况: 预计新华、国寿的权益占比更高, 太保的非标债权类资产占比更高

类目	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	备注
2022 年权益资产占比	17.6%	12.3%	21.1%	23.2%	各公司的统计口径有所不同, 我们预计新华、国寿占比更高。
其中: 股票及基金占比	11.4%	11.1%	12.4%	14.1%	
2022 年非标债权占比	8.0%	10.1%	21.3%	9.6%	太保数据包含非标股权类投资。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>